

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 32120101150582

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

信息披露与代理成本的实证研究
——兼验新会计准则实施的冲击

An Empirical Study on the Relationship between
Information Disclosure and Agency Cost:
Evidence of Impact of the New Accounting Principles

刘瑜

指导教师姓名: 吴晓晖 教授

专 业 名 称: 财务学

论文提交日期: 2013 年 4 月

论文答辩时间: 2013 年 6 月

学位授予日期: 2013 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2013 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

摘 要

随着我国证券市场的逐渐发展,信息披露越来越受到公众的关注,因为外界相关投资者会依据上市公司披露的信息来做出判断和决策。2007 年 1 月 1 日,新会计准则开始实施,能够提高信息披露水平,缓解股东与管理者之间的信息不对称问题,增强股东的监督管理能力,从而缓解他们之间的代理问题;但是同时也需要考虑管理者对信息披露水平提高的反应,信息披露水平的提高会加剧我国上市公司管理者谋求私利的现象,这会加剧股东与管理者之间的代理问题,提高代理成本。在两方面因素的综合影响下,信息披露水平的提高是缓解代理问题,降低代理成本?还是加剧代理问题,提高代理成本?本文研究的重点就在于探讨信息披露水平与代理成本之间的关系问题。

基于以上思路,本文选取了 2005 年至 2008 年间(新会计准则实施前后两年)所有 A 股上市公司为研究样本,从代理成本的管理者薪酬、隐性报酬和投资决策扭曲这三个方面逐步层层深入分析,研究信息披露水平对代理成本的影响,并着重考察 2007 年 1 月 1 日新会计准则实施这一事件的冲击。

本文的实证结果表明:第一、新闻报道次数越多,证券分析师预测偏差度越小,则 CEO 薪酬越高,这说明 CEO 薪酬与信息披露数量和质量呈正相关关系,并且新会计准则的颁布实施会加剧信息披露水平对 CEO 薪酬的影响程度;第二、新闻报道次数越多,则隐性报酬越高,这说明隐性报酬与信息披露数量呈正相关关系,并且新会计准则的颁布实施会加剧信息披露水平对隐性报酬的影响程度;第三、管理者投资决策扭曲与信息披露水平不存在显著相关关系。此外,变换信息披露数量指标(采用证券分析师人数与预测次数这一指标)、引进 CEO 变更、引入持股大于 5%的非雇员董事监督因素的稳健性检验及 Winsorization 缩尾剔除极值的处理方法均发现实证结论依然稳健。

关键词: 信息披露水平; 代理成本; 新会计准则

Abstract

With the gradual development of the security market in China, the information disclosure gets more public attention, because outside investors make decisions through the information disclosed by the listed companies. The enforcement of the New Accounting Principles in Jan 1, 2007 can improve the information disclosure, alleviate the problem of asymmetric information between shareholders and managers, and then enhance the supervisory capability of shareholders, thereby mitigating their agency problem. Meanwhile, the responses of managers to the improvements of information disclosure should be considered. Information disclosure can aggravate the severity of managers' personal interests, which would exacerbate the agency problem between shareholders and managers and increase agency costs. Under the comprehensive influences of these two factors, the improvement of information disclosure can reduce or increase agency costs? The main point of this paper is to explore the relationship between information disclosure and agency costs.

Based on the above ideas, this paper select all A-share listed companies between the years 2005 and 2008(two years before and after the New Accounting Principles' enforcement) as the study sample, study the impact of information disclosure on agency costs, analyze them deeply from the following three aspects, that is, managers' pay, implicit compensation and investment distortion, and further focus on the enforcement of the Accounting Principles in Jan 1, 2007.

The results show the conclusions as follows: First, the more the amount of press coverage a firm receives, the lowest the biases of analysts' forecasts, then the more CEO pay is, which suggests CEO pay has significant positive correlation with the quantity and quality of information disclosure; the enforcement of the New Accounting Principles aggravates the sensitivity of CEO pay to information disclosure. Second, the more the amount of press coverage a firm receives, then the more implicit compensation is, which suggests implicit compensation has significant positive correlation with the quantity of information disclosure; the enforcement of the New Accounting Principles aggravates the sensitivity of implicit compensation to information disclosure. Third, managers' investment distortion has no significant correlation with information disclosure. Besides, the robustness tests with the new independent variables (the number of analysts following a firm and analysts' forecasts) and the introduction of CEO turnover, the non-employee directors holding over 5% of shares and Winsorization method find the empirical conclusion remains robust.

Key Words: Information disclosure; Agency cost; New Accounting Principles

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景与研究意义	1
第二节 研究方法与研究内容框架	3
第三节 研究贡献	4
第二章 文献综述	6
第一节 代理成本相关的研究综述	6
一、管理者薪酬	6
二、隐性报酬	8
三、投资决策扭曲	9
第二节 信息披露相关的研究综述	10
一、信息披露的概念界定	10
二、信息披露的经济后果	11
第三章 研究假设	15
第一节 信息披露水平与管理者薪酬的关系	15
第二节 信息披露水平与隐性报酬的关系	16
第三节 信息披露水平与投资决策扭曲的关系	17
第四章 研究设计	18
第一节 数据来源	18
第二节 变量衡量	18
一、信息披露水平的衡量	18
二、管理者薪酬的衡量	20
三、隐性报酬的衡量	20
四、投资决策扭曲的衡量	21
五、控制变量的衡量	21
第三节 模型设计	23
一、信息披露水平对 CEO 薪酬的影响	23
二、信息披露水平对隐性报酬的影响	24

三、信息披露水平对投资决策扭曲的影响.....	25
第五章 实证检验与分析	27
第一节 描述性统计	27
第二节 相关性检验	29
第三节 回归结果分析	31
一、信息披露水平对 CEO 薪酬的影响.....	31
二、信息披露水平对隐性报酬的影响.....	36
三、信息披露水平对投资决策扭曲的影响.....	42
第四节 稳健性检验	42
一、变换信息披露变量.....	42
二、CEO 变更.....	47
三、持股大于 5%的非雇员董事监督	50
四、剔除>99%和<1%外的极值	53
第六章 研究结论与启示	61
第一节 研究结论与建议	61
第二节 研究局限性	61
参考文献.....	63
致谢.....	69

Contents

Chapter 1 Introduction	1
Section 1 Background and Meaning of Research	1
Section 2 Methodology and Framework of Research	3
Section 3 Contribution of Research	4
Chapter 2 Literature Review	6
Section 1 Review of Agency Cost	6
I Managers' Pay	6
II Implicit Compensation	8
III Investment Distortion	9
Section 2 Review of Information Disclosure	10
I Definition of Information Disclosure	10
II Economic Consequences of Information Disclosure	11
Chapter 3 Research Hypotheses	15
Section 1 Information Disclosure and Managers' Pay	15
Section 2 Information Disclosure and Implicit Compensation	16
Section 3 Information Disclosure and Investment Distortion	17
Chapter 4 Research Design	18
Section 1 Sample Source	18
Section 2 Measures of Variables	18
I Measures of Information Disclosure	18
II Measures of Managers' Pay	20
III Measures of Implicit Compensation	20
IV Measures of Investment Distortion	21
V Measures of Control Variables	21
Section 3 Model Design	23
I Information Disclosure and CEO Pay	23
II Information Disclosure and Implicit Compensation	24

III Information Disclosure and Investment Distortion.....	25
Chapter 5 Empirical Research	26
Section 1 Descriptive Statistics.....	26
Section 2 Correlation Analysis	28
Section 3 Regression Analyses.....	30
I Information Disclosure and CEO Pay	30
II Information Disclosure and Implicit Compensation	35
III Information Disclosure and Investment Distortion.....	41
Section 4 Robustness Tests	41
I New Measure of Information Disclosure	41
II CEO Turnover	46
III Non-employee Directors Holding Over 5% of Shares	49
IV Winsorization Method	52
Chapter 6 Conclusions.....	60
Section 1 Research Conclusions and Proposals.....	60
Section 2 Research Limitations.....	60
References	62
Acknowledge.....	68

第一章 绪论

第一节 研究背景与研究意义

针对安然、世通等美国大公司的财务欺诈案件，2002 年出台的萨班斯法案要求提高信息披露水平^①，增强上市公司的公司治理水平。在中国类似的事情也屡见不鲜：2005 年国光瓷业因涉嫌虚假信息披露等行为被证监会立案调查；伊利股份公司的董事长等五名高层管理人员因犯挪用公款罪被执法部门逮捕归案；丰乐种业因持续六年财务欺诈被证监会查办；利嘉股份因涉嫌违反法律法规被证监会立案稽查^②。可见，中国上市公司披露制度有待完善。相应地，2006 年财政部颁布了包括 1 项基本准则和 38 项具体准则在内的企业会计准则体系，并且要求所有上市公司从 2007 年 1 月 1 日起执行这套准则。这套准则中的规定在很多方面有重大突破，提高了信息披露水平。

信息披露制度的完善能够减少公司股东的监督成本（Mahoney, 1995）^[1]，并且公司所有者往往会通过监督制度来防止管理者做出损害公司价值的行为（Jensen 和 Meckling, 1976）^[2]。可见，信息披露制度更加有利于公司所有者监督管理者，因为信息披露透明度越高，外部投资者越能够了解企业的经营财务状况，从而缓解企业内外部的信息不对称问题，特别是公司所有者与管理者之间的信息不对称，加大公司股东及董事的监督作用，进而减少代理问题，增加公司价值。然而，2007 年 1 月 1 日开始实施的新会计准则完善了信息披露制度，提高了信息披露水平，真得能缓解代理问题，降低代理成本吗？

目前体现代理成本的中国高管薪酬居高不下，“天价薪酬”现象频频出现。2007 年中国平安的总经理马明哲的薪酬为 6616 万元，2008 年格力的总裁朱江洪获得的薪酬超过 4000 万元^③。此外，上市公司高层管理人员还拥有丰厚的福利待遇，尤其国有上市公司的福利更佳（衣食住行大部分都包含在内）。出于降低社

^① SOX404 条款明确规定上市公司必须在年报里提供内部控制报告和内部控制评价报告；上市公司的管理层和注册会计师都需要对企业的内部控制系统作出评价；注册会计师还必须对公司管理层评估过程以及内控系统结论进行相应的检查并出具正式意见。

^② <http://finance.sina.com.cn/g/20051221/02342214727.shtml>

^③ <http://finance.sina.com.cn/stock/t/20110221/04039404154.shtml>

会大众对高管薪酬的关注度或避税的目的,上市公司很多高层管理人员在其母公司或者其关联公司获取收入,或者以财务报销(计入营业费用、管理费用等)的形式领取薪酬,不将其体现在公司财务报告,诸多公司都采用这种操作方式^④。可见,新会计准则颁布实施后,上市公司高管薪酬并没有下降,反而呈现高涨的态势,并且高管的在职消费等问题也更加严重。

Hermalin 和 Weisbach (2012)^[3]认为信息披露透明度的提高会减少管理者的外在选择权,降低管理者效用,从而管理者会利用自身权力谋取更多利益来补偿所丧失的效用,如提高薪酬水平、增加在职消费、放弃有价值的长期投资而进行短期投资等。从这一角度来看,信息披露水平提高的同时,代理成本并没有下降。因此,对于信息披露水平的提高能够降低代理成本这一结论,本文保持怀疑态度。那么对于中国上市公司来说,信息披露水平与代理成本之间的关系具体如何?信息披露水平的提高能降低代理成本吗?还是反而加剧了代理问题,提高了代理成本?在前人的研究基础上,本文针对这个问题进行探讨,从代理成本的管理者薪酬、隐性报酬与投资决策扭曲这三方面层层深入递进,着手分析信息披露水平对代理成本的影响,同时引进 2007 年 1 月 1 日新会计准则实施的这一事件冲击,为完善公司治理机制提供一点新思路 and 视角。

本文具体考察以下三个问题来逐步揭露信息披露水平与代理成本的关系:第一,信息披露水平与管理者薪酬的关系。信息披露更加透明,股东和董事的监管能力更强,同时管理者要求提高其薪酬来补偿管理者丧失的部分效用,在双方的博弈下,信息披露水平的提高到底是减少了管理者薪酬?还是增加了管理者薪酬?第二,信息披露水平与隐性报酬的关系。信息披露水平的提高,能够降低信息不对称程度,增强股东和董事的监管能力,同时也激励管理者更深入地挖掘利益,在双方的博弈下,信息披露水平的提高到底是降低了股东与管理者之间的隐性报酬?还是增加了隐性报酬?第三,信息披露水平与投资决策扭曲的关系。信息披露透明化程度越高,是使得股东和董事的监管能力增强,从而促使管理者做出更加有利于公司的投资决策?还是促使管理者以更加隐蔽的方式(如加大短期投资等)来补偿自身利益,从而加剧代理成本?

^④ <http://finance.sina.com.cn/leadership/mroll/20110215/17429378127.shtml>

第二节 研究方法与研究内容框架

本文研究采用规范研究与实证研究相结合的方法，研究内容的第二章与第三章主要采用规范研究的方法，回顾代理成本和信息披露水平的相关文献，并着重分析信息披露水平与管理者薪酬、隐性报酬和投资决策扭曲之间的关系，在此基础上提出本文的理论研究假设；第四章与第五章是以实证研究为主，研究信息披露水平与代理成本（管理者薪酬、隐性报酬、投资决策扭曲）的关系，建立实证模型，引入我国 A 股上市公司的财务数据及公司治理结构数据，运用 SAS 和 EXCEL 软件进行数据处理，对研究变量进行描述性统计分析、相关性分析、多元线性回归分析和稳健性检验分析；第六章则是通过以上研究结果分析提出研究结论与启示，并指出了本文研究的局限性。

本文的研究内容框架如图 1.2.1 所示，具体内容包以下六个部分：

第一章是文章的绪论。本章节主要阐明本文的研究背景与研究意义、研究方法与研究内容，并介绍本文的研究贡献之处。

第二章是文献综述。本章节主要对关于代理成本、信息披露水平的国内外研究文献进行一定的整理及论述，着重回顾对代理成本的管理者薪酬、隐性报酬和投资决策扭曲这三方面的研究，以及探讨信息披露水平的经济影响后果，如信息披露对信息披露不对称、股权资本成本、盈余管理、代理成本等的影响。

第三章是研究假设。本章节分别从信息披露水平与管理者薪酬、隐性报酬、投资决策扭曲之间的关系进行理论分析，在此基础上提出本文的研究假设。

第四章是研究设计。本章节主要介绍本文研究的数据来源、变量的衡量以及模型的构建。

第五章是实证检验与分析。本章节首先对研究的主要变量进行描述性统计与相关性分析，然后通过多元线性回归分析的方法，分别检验信息披露数量和质量与 CEO 薪酬、隐性报酬、投资决策扭曲之间的关系，最后对实证结果进行稳健性检验。

第六章是研究结论与启示。本章节对整个研究的结果进行分析总结，然后在此基础上提出相关的建议，最后指出本文研究的不足之处。

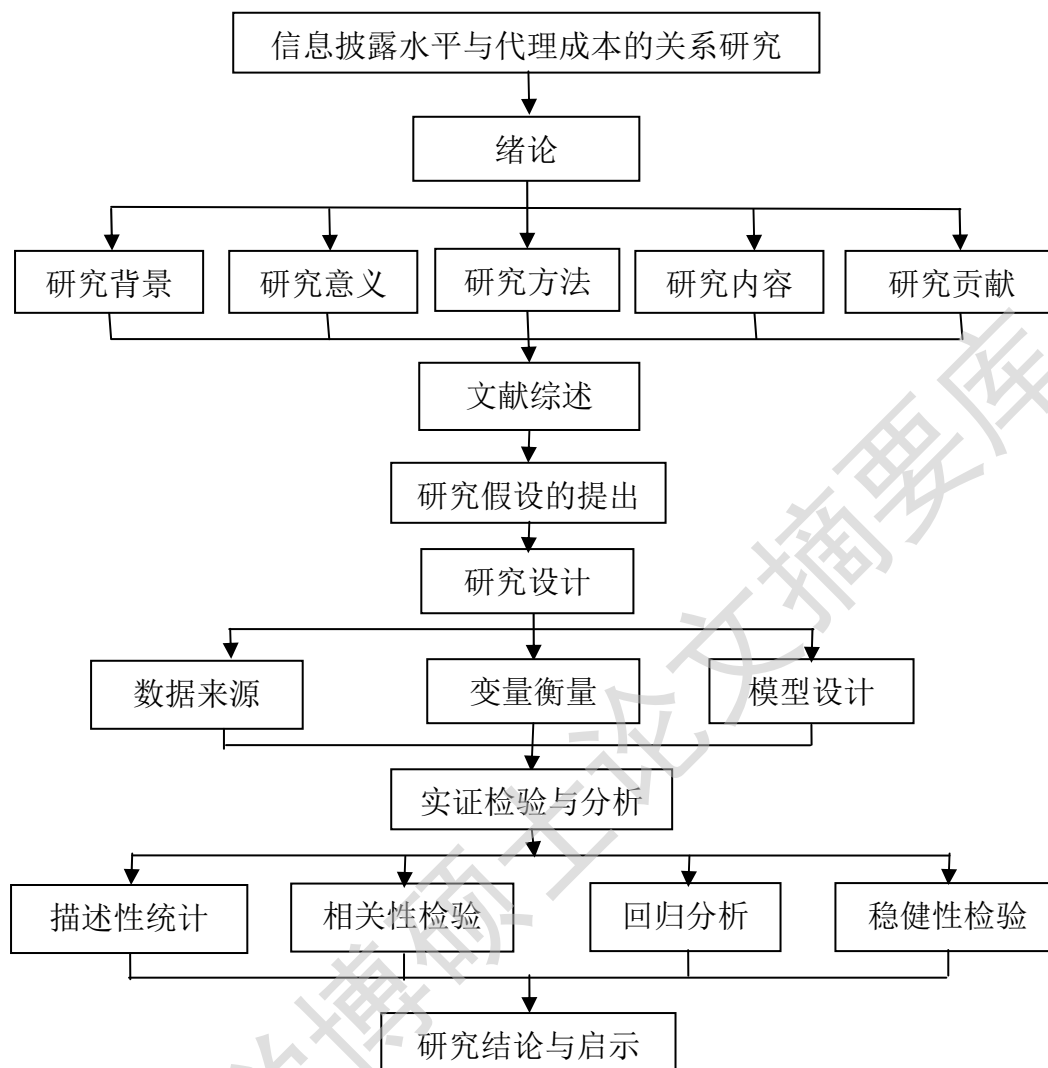


图 1.2.1 研究框架

资料来源：作者根据本文研究内容整理。

第三节 研究贡献

本文的贡献之处主要有以下几个方面：

首先，从强制性披露信息的角度出发，本文引进了新会计准则颁布实施这一事件，验证当上市公司被强制要求提高信息披露时，股东或董事监督约束能力增强，管理者利用其权力谋取私利，代理成本受哪个的影响程度更大。本文从一个新的视角出发考察信息披露水平对代理成本的影响，丰富了信息披露和代理成本方面的已有文献。

其次，以往学者衡量信息披露水平主要使用全年的临时公告与季报数量（汪炜、蒋高峰，2004）^[4]、深交所对上市公司信息披露的评价（曾颖、陆正飞，2006）^[5]、管理者盈余预测（Chen 等，2008）^[6]等指标，这些指标虽然衡量了我国上市公司信息披露的不同方面，但不能客观准确地反映信息披露水平。本文考虑了信息披露水平的数量和质量两个维度，采用手工收集的新闻报道次数和证券分析师预测偏差度，分别衡量信息披露的数量和质量，能够较为客观和准确反映信息披露水平。

最后，本文的研究结果发现：企业的代理成本（管理者薪酬、隐性报酬）会随着信息披露水平的提高而提高，并且新会计准则的实施事实上加剧了这一趋势。这为公司治理机制的未来完善提供了经验证据。

第二章 文献综述

第一节 代理成本相关的研究综述

现代公司所有权与控制权高度分离(Berle 和 Means, 1932^[7]; Fama 和 Jensen, 1983^[8])。公司股东拥有所有权, 授予管理者经营决策权, 委托管理者来经营公司, 因此股东与管理者之间形成委托代理关系。当双方都追求利益最大化时, 管理者自身利益与公司股东利益将会存在冲突, 管理者将会选择追求自身利益最大化而牺牲股东利益, 从而产生代理问题及代理成本(Jensen 和 Meckling, 1976)^[2]。Jensen 和 Meckling (1976)^[2]还将代理成本定义为委托人的监督控制成本、代理人的自我约束成本与剩余损失之和, 其中委托人的监督控制成本是公司股东为了防止管理者偏离股东利益, 通过资金预算、薪酬政策等方式监督控制管理者给自己支付额外的薪酬、追求过度在职消费、进行损害股东利益的投资决策等行为所发生的成本; 代理人的自我约束成本是指管理者为了获得股东的信任而向股东报告公司经营状况等信息所发生的成本; 剩余损失是管理者做出的决策偏离了股东利益最大原则而使得公司股东承受的利息损失。

之后很多研究集中在如何建立一套行之有效的激励约束机制以激励并规范管理者的行为, 使得公司股东与管理者的利益保持一致, 从而缓解代理问题。公司的管理者出于自己职业生涯的考虑(如公司内部职位的晋升、其他公司的就业机会), 会代表公司股东利益努力工作提高业绩, 从而提升自己的价值, 管理者这一行为能够缓解代理问题(Fama, 1980)^[9]。Fama 和 Jensen (1983)^[10]还提出公司内部有效的决策制定机制及控制机制能够缓解代理问题。

一、管理者薪酬

缓解代理问题的方法也包括制定有效的管理者薪酬机制, 激励管理者以股东的利益最大化为前提进行经营决策。Jensen 和 Meckling (1976)^[2]提出管理者薪酬应当与公司绩效挂钩, 这样使得公司管理者与股东之间建立一个最优薪酬契约, 缓解股东与管理者之间的代理问题, 以实现公司价值最大化。公司绩效反映

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库